

## Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 czerwca 2018 r.

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że w gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura. Obniżenie dynamiki PKB w strefie euro w I kw. br. było częściowo efektem czynników jednorazowych, a perspektywy wzrostu w tej gospodarce pozostają korzystne. Według bieżących prognoz dynamika PKB w tej strefie w 2018 r. ma pozostać zbliżona do ubiegłorocznej i stopniowo obniżyć się w kolejnych latach. Wskazywano, że czynnikami ryzyka dla realizacji takiego scenariusza są zmiany w polityce handlowej między strefą euro a Stanami Zjednoczonymi oraz sytuacja polityczna we Włoszech. Część członków Rady oceniała jednak, że obecna sytuacja we Włoszech nie stwarza istotnego ryzyka dla koniunktury w strefie euro, choć może się przyczynić do utrzymania podwyższonej zmienności na rynkach finansowych. Jednocześnie wskazywano, że w Stanach Zjednoczonych osłabienie aktywności gospodarczej w I kw. br. było mniejsze niż oczekiwano i również miało charakter przejściowy. Według dostępnych prognoz w II kw. dynamika PKB prawdopodobnie wyraźnie wzrośnie, a w całym 2018 r. będzie wyższa niż w ubiegłym roku. Zaznaczano, że czynnikiem ryzyka zarówno dla wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych, jak i dla koniunktury globalnej są – oprócz zmian w międzynarodowej polityce handlowej – także ewentualna silna korekta na amerykańskim rynku akcji. Wskazywano, że źródłem niepewności dla sytuacji gospodarczej na świecie jest też kształtowanie się cen ropy naftowej. Odnośnie do koniunktury w gospodarkach wschodzących, podkreślano, że w Chinach utrzymuje się stabilny wzrost gospodarczy.

Analizując kształtowanie się cen surowców, wskazywano, że ceny ropy naftowej – mimo spadku w ostatnim okresie – są nadal wyraźnie wyższe niż przed rokiem. Oceniano, że do obniżenia się cen tego surowca przyczyniła się sygnalizowana przez Arabię Saudyjską i Rosję możliwość zwiększenia produkcji ropy przez część krajów eksportujących ten surowiec (tzw. OPEC+). Z kolei ograniczająco na skalę spadku cen ropy oddziaływało zapowiadane przez Stany Zjednoczone wprowadzenie sankcji na import ropy z Iranu, a także niekorzystna sytuacja gospodarcza i polityczna w Wenezueli. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w takich warunkach ceny ropy w kolejnych miesiącach prawdopodobnie pozostaną relatywnie wysokie, choć nieco niższe niż obecnie.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych na świecie, zaznaczano, że mimo dobrej globalnej koniunktury i wyższych niż w ubiegłym roku cen ropy inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Wskazywano, że przyczynia się do tego wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach.

Odnosząc się do polityki pieniężnej w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także nadal skupuje aktywa finansowe. Jednocześnie EBC podtrzymuje zapowiedź, że pozostawi stopy procentowe na obecnym poziomie nawet po zakończeniu

skupu aktywów. Z kolei Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych kontynuuje stopniowe zmniejszanie swojej sumy bilansowej, sygnalizując kolejne podwyżki stóp procentowych. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że zacieśnienie warunków monetarnych przez Fed może oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki PKB w Stanach Zjednoczonych, a także pogorszenia koniunktury na świecie.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, wskazywano, że dynamika PKB w I kw. br. była zbliżona do obserwowanej w II połowie ub.r. Zaznaczano, że wzrostowi gospodarstwu sprzyja rosnąca konsumpcja wspierana przez poprawiającą się sytuację finansową gospodarstw domowych. Podkreślano, że w 2017 r. wyraźnie wzrosły realne dochody do dyspozycji gospodarstw domowych, a nierówności dochodowe zmniejszyły się. W efekcie konsumenci lepiej oceniają swoją sytuację materialną, a ich nastroje pozostają bardzo dobre. Z kolei zwiększające się wykorzystanie środków unijnych, pozytywne perspektywy popytu oraz wysokie wykorzystanie zdolności wytwórczych wspierają ożywienie inwestycji. Zaznaczano, że główną składową wzrostu dynamiki nakładów brutto na środki trwałe pozostają inwestycje publiczne, natomiast aktywność inwestycyjna firm rośnie w umiarkowanym tempie. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że realizacja inwestycji publicznych może sprzyjać dalszemu ożywieniu aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw. Członkowie ci zaznaczali też, że nie można wykluczyć, iż wraz ze zmianą struktury inwestycji realizowanych przez firmy – m.in. wskutek wzrostu udziału nakładów na wartości niematerialne i prawne – stopa inwestycji zapewniająca perspektywę szybkiego i trwałego wzrostu gospodarczego w dłuższym okresie może być obecnie niższa niż w przeszłości. Członkowie Rady zwracali uwagę na znaczny wkład zmiany zapasów do wzrostu PKB w I kw. br. Zaznaczano, że zmiany tej kategorii są trudne do jednoznacznej interpretacji, choć prawdopodobnie wynikają z działań przedsiębiorstw nakierowanych na odbudowę zapasów w związku z oczekiwanym silnym popytem na ich produkty w kolejnych kwartałach. Nie można jednak wykluczyć, że do wzrostu zapasów przyczyniło się nagromadzenie niesprzedanych towarów wskutek osłabienia sprzedaży zagranicznej w I kw. Jednocześnie zaznaczano, że dynamika sprzedaży eksportowej w I kw. była wyraźnie niższa niż w poprzednich kwartałach, co było prawdopodobnie związane ze spowolnieniem aktywności gospodarczej w strefie euro.

Oceniając perspektywy krajowego wzrostu gospodarczego, podkreślano, że według aktualnych prognoz w bieżącym roku dynamika PKB pozostanie relatywnie wysoka. Natomiast w kolejnych latach tempo wzrostu gospodarczego może się nieznacznie obniżyć. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w krótkim okresie perspektywy koniunktury są obecnie lepsze, niż wynikało z marcowej projekcji NBP. Podkreślano, że źródłem ryzyka dla przyszłej dynamiki PKB jest głównie sytuacja w otoczeniu polskiej gospodarki.

Analizując bieżącą sytuację na rynku pracy, wskazywano na dalszy wzrost zatrudnienia i spadek stopy bezrobocia w I kw. br. Podkreślano, że w takich warunkach część przedsiębiorstw deklaruje problemy ze znalezieniem pracowników. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że w ostatnim okresie udział firm z nieobsadzonymi stanowiskami pracy ustabilizował się, a liczba przedsiębiorstw, dla których problemy kadrowe stanowią barierę rozwoju, obniżyła się. Zdaniem tych członków Rady może to wynikać z

dostosowywania się firm do funkcjonowania w trudniejszych warunkach na rynku pracy, m.in. poprzez zatrudnianie obcokrajowców. Podkreślano, że towarzyszy temu wyższa niż w ubiegłym roku dynamika płac. Część członków Rady podkreśliła jednak, że według danych z gospodarki narodowej dynamika płac w I kw. br. nieco się obniżyła. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że dynamika płac w dalszej części roku prawdopodobnie ponownie wzrośnie, do czego może się przyczynić – obok ograniczonej podaży wykwalifikowanej siły roboczej – także możliwe pojawienie się żądań podwyżek płac w sferze budżetowej. Z kolei inni członkowie Rady zwracali uwagę, że średnie wynagrodzenie w tym sektorze w latach 2010-2017 rosło przeciętnie w tempie bliskim dynamice płac w sektorze przedsiębiorstw i obecnie płace w obu sektorach kształtują się na zbliżonym poziomie. Wskazywano, że wzrost płac w sferze budżetowej mógł wynikać m.in. z podwyżek wynagrodzeń osób najmniej zarabiających oraz osób zatrudnionych na podstawie umów cywilnoprawnych. Część członków Rady była zdania, że wzrost wynagrodzeń w kolejnych kwartałach nie powinien istotnie przyspieszyć i zaznaczała, że dostępne prognozy wskazują na jego stabilizację na poziomie zbliżonym do 7%.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych w maju br. wzrosła do 1,7%, czyli była niższa od oczekiwań. Część członków Rady podkreślała, że inflacja pozostaje umiarkowana mimo istotnego wzrostu cen paliw. W ocenie tych członków Rady wynika to z nadal słabej wewnętrznej presji inflacyjnej, na co wskazuje utrzymywanie się niskiej inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii oraz spadek dynamiki cen usług.

Dyskutując na temat perspektyw dynamiki cen, wskazywano, że ze względu na wcześniejszy wzrost cen ropy naftowej na rynkach światowych oraz pewne osłabienie się kursu złotego w ostatnim okresie inflacja w kolejnych miesiącach może wzrosnąć. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że przekładanie się wyższych cen ropy – poprzez rosnące koszty transportu – na ceny produktów konsumpcyjnych może oznaczać, że inflacja w perspektywie kilku miesięcy może być już wyższa od aktualnych prognoz. Członkowie ci wyrażali także opinię, że czynnikiem mogącym przyczynić się do wyraźniejszego wzrostu cen w przyszłości może być obecny wzrost płac obniżający rentowność przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że według aktualnych prognoz inflacja bazowa będzie rosła wolniej, niż wcześniej oczekiwano. Członkowie ci zaznaczali także, że marże przedsiębiorstw na sprzedaży obniżyły się tylko nieznacznie, a ich ewentualna odbudowa będzie – według deklaracji firm – jedynie w ograniczonym stopniu dokonywana przez podwyżki cen.

Analizując sytuację na rynku kredytowym, podkreślano, że kredyt dla sektora niefinansowego rośnie w umiarkowanym tempie. Według niektórych członków Rady wskazuje to na brak nadmiernego popytu na finansowanie zewnętrzne ze strony podmiotów gospodarczych. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że wzrost kredytu może być ograniczany przez zmniejszającą się skłonność banków do zwiększania akcji kredytowej dla sektora prywatnego.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny obecnie pozostać niezmienione. Rada oceniła, że bieżące informacje wskazują na

korzystne perspektywy wzrostu aktywności w polskiej gospodarce mimo oczekiwanego nieznacznego obniżenia się dynamiki PKB w kolejnych latach. Jednocześnie – zgodnie z dostępnymi prognozami – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. W efekcie Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, stabilizacja stóp będzie nadal sprzyjać realizacji celu inflacyjnego, a jednocześnie wspierać utrzymanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego, w tym dalszego ożywienia inwestycji. Członkowie ci wskazywali ponadto, że za utrzymaniem obecnego poziomu stóp procentowych w kolejnych kwartałach przemawia także konieczność uwzględnienia warunków monetarnych w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki, w tym prawdopodobnie nadal ujemnego poziomu stóp w strefie euro.

W opinii części członków Rady, jeśli napływające dane i prognozy wskazywałyby na dalszy wzrost dynamiki wynagrodzeń i silniejsze od obecnie oczekiwanego nasilenie presji inflacyjnej, uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

Pojawiła się także opinia, że w razie istotnego osłabienia się wskaźników aktywności gospodarczej połączonego z wyraźnym pogorszeniem się nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Data publikacji: 28 czerwca 2018 r.